

物流

报告日期：2023 年 01 月 29 日

12 月价格依然坚挺，2023 年疫情缓和下履约能力加速修复

——快递行业专题报告

投资要点

□ 核心：12 月单价坚挺，看好疫后履约能力修复带来件量反弹

行业方面，2022 年 12 月全国快递日均单量 3.34 亿件，同比+1.2%，环比-3.0%。12 月全国快递票单价 9.62 元/件，环比+0.16 元，同比+0.66 元，其中重点产粮区义乌价格同比-0.29 元，广州价格同比+2.25 元。全年来看，受 2022 年疫情影响，行业增速有所放缓，全年单量 1105.8 亿件，同比+2.1%，全年快递票单价 9.56 元，同比+0.02 元。

公司方面，2022 年 12 月韵达、圆通、申通、顺丰单量同比分别-18.5%、+0.7%、+0.7%、+23.2%，环比分别-2.1%、-5.3%、-7.0%、+5.8%；单价同比分别+0.36 元、+0.24 元、+0.19 元、-0.55 元，环比分别-0.17 元、+0.02 元、+0.01 元、+1.01 元。

核心分析：12 月单价依旧坚挺，件量增速仍受疫情影响。我们认为伴随短期疫情冲击过后，快递单量有望迎来长期持续向好，同时价格政策具备强持续性，重点关注履约能力修复推动业务量高增、同时格局向好带来的量价双升景气抬升。

□ 疫情主要影响履约时效而非履约需求，因此改善后单量仍有望恢复高增

我们分析，疫情对快递影响主要是履约时效而非履约需求：

1) 需求端：疫情期间线下消费渠道受制，催化消费向线上转移。复盘 2020 年疫情期间，我国累计实体网购渗透率由 2 月份 21.5%提升至 12 月份 24.9%。2022 年 12 月累计实体网购渗透率 27.2%，同比提升 2.7pts。

2) 揽运及派送端：中转操作人员及最后一公里运力短缺，我们判断仅为感染高峰阶段的短期影响，在疫情改善情况下履约能力有望得到边际改善，包裹量或有稳步反弹。

□ 短期疫情缓和下快递履约能力修复，中长期行业基本面稳固

短期看，此前 2022 年内快递主要受疫情影响，度过短期感染阵痛后，履约有望修复，有望加速快递经营回暖及件量增速回归。2023 年以来履约能力加速修复，单量增速持续回升，1 月 1 日-19 日揽收及投递平均包裹量 3.27 亿件，虽有春节错峰影响仍较 2022 年 1 月日均规上业务量增长 15.5%，初步验证履约能力稳步修复，我们预计 2023 年行业单量增速有望回升至双位数。

长期看，上游消费政策驱动强劲，22 年 12 月 15-16 日召开中央经济会议，会议强调 2023 年要将扩大内需作为五大任务之首；12 月 15 日发改委发布《“十四五”扩大内需战略实施方案》，文件支持线上线下商品消费融合发展，鼓励社交电商、网络直播等多样化经营模式，持续为实体网购赋能；快递行业再获纲领性指导，12 月 15 日国务院办公厅印发“十四五”现代物流发展规划，规划里包含助力快递行业健康经营的指导意见，预计行业在十四五期间将步入健康经营发展快车道。

□ 投资：赛道格局逐步清晰，看好龙头发展

我们分析原生网购需求有韧性，此前快递履约主要受防疫影响，因此防疫优化度过阵痛后，未来快递件量增速有望迎来加速修复。中长期看，直播电商崛起支撑网购原生增速且单包裹货值进一步下行，后期行业包裹增速或仍然向好，叠加产粮区价格洼地进一步修复，有望带来景气提升。依然看好快递 2023 年业绩弹性，通达系方面看好价值超跌的韵达股份，关注数字化建设彰显成效的圆通速递以及行业份额龙头中通快递；直营制看好综合布局、中长期壁垒深厚的顺丰控股。

□ 风险提示：政策管控松动；快递价格战恶化；实体网购增长回落。

行业评级：看好(维持)

分析师：匡培钦

执业证书号：S1230520070003
kuangpeiqin@stocke.com.cn

研究助理：冯思齐

fengsiqu@stocke.com.cn

相关报告

- 1 《快递行业系列深度之综合篇：量价本三维度向好，看好龙头价值修复》 2023.01.04
- 2 《快递行业系列深度之成本篇：短期受益规模爬升，长期看好降本增效》 2022.12.24
- 3 《11 月如期提价，看好疫情阵痛后履约能力修复件量反弹——快递行业专题报告》 2022.12.20

正文目录

1 上游：多地出台措施提振消费，实体网购将迎增长	4
2 行业：12 月单量同比增长 1.2%，疫情多点频发行业全年增速放缓	4
2.1 单量：疫情影响行业 22 年增速放缓，看好防疫优化后中长期发展	4
2.2 单价：12 月行业票单价 9.62 元，全年同比+0.02 元	6
3 A 股标的：件量增速仍受压制，价格依然保持坚挺	9
3.1 单量：龙头单量增速仍受疫情压制	9
3.2 单价：龙头价格依然保持坚挺	10
4 投资策略：赛道格局逐步清晰，看好龙头发展	11
5 风险提示	13

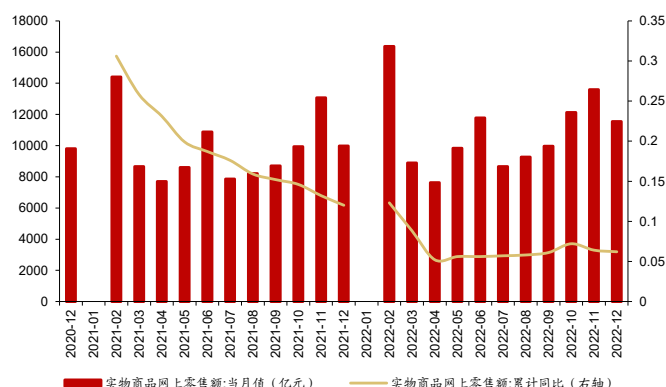
图表目录

图 1: 2022 年实体网购零售额 11.96 万亿元	4
图 2: 2022 年累计实体网购渗透率 27.2%	4
图 3: 2022 年 12 月行业快递单量 103.66 亿件	5
图 4: 2022 年行业快递单量同比增加 2.1%	5
图 5: 2022 年 12 月同城、异地、国际快递单量及占比	5
图 6: 同城、异地、国际快递单量同比增速	5
图 7: 2022 年 12 月东部、中部、西部快递单量及占比	6
图 8: 东部、中部、西部快递单量同比增速	6
图 9: 2022 年 12 月快递累计 CR8 指数 84.5%	6
图 10: 2022 年 12 月快递累计 CR4 指数 53.5% (自行测算)	6
图 11: 2022 年 12 月行业票单价 9.62 元	7
图 12: 行业单月票单价同比差价情况	7
图 13: 同城、异地、国际快递单月票单价情况	7
图 14: 同城、异地、国际快递单月票单价环比差价情况	7
图 15: 东部、中部、西部快递单月票单价情况	8
图 16: 东部、中部、西部快递单月票单价环比差价情况	8
图 17: 义乌票单价 2022 年 12 月同比-0.29 元	8
图 18: 广州票单价 2022 年 12 月同比+2.25 元	8
图 19: A 股快递标的单月单量市占率情况	9
图 20: A 股快递标的单月单量同比增速情况	9
图 21: A 股快递标的单月票单价情况 (单位: 元)	10
图 22: A 股快递标的单月票单价同比增速情况	10
表 1: 2021 年以来快递行业相关监管政策梳理	11
表 2: 2022 年 12 月各快递企业及行业数据简析	12
表 3: 我国主要快递上市公司估值情况 (2023/1/20)	12

1 上游：多地出台措施提振消费，实体网购将迎增长

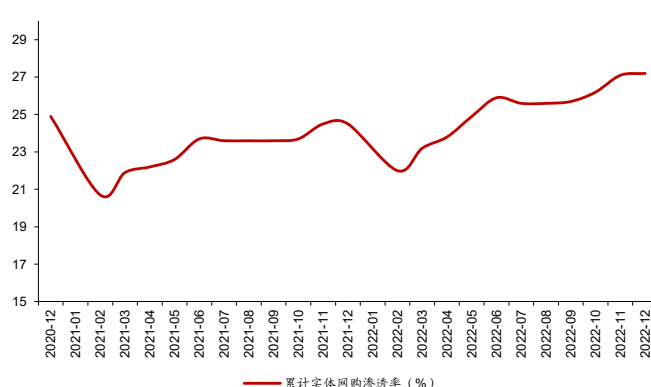
2022 年实体网购零售额同比增长 6.2%。2022 年，实体网购零售额 11.96 万亿元，同比增长 6.2%；实体网购渗透率 27.2%，环比提升 0.1pts，同比提升 2.7pts，前期疫情扰动正在稳步修复。2022 年 12 月 8-10 日举行的中央经济会议指出要把恢复和扩大消费摆在优先位置，全国多地已陆续出台促消费具体措施，上海表示要全力打造东、西两片国际级消费集聚区，办好“五五购物节”等重大促消费活动，大力发展首发经济、夜间经济、直播经济，加快形成一批特色商业地标；北京表示要深化商圈改造提升行动，统筹推进物流基地规划建设，强化新消费地标载体建设，试点建设 80 个“一刻钟便民生活圈”，提高生活性服务业品质。多地政府工作报告都将扩内需、促消费放在 2023 年政府重点工作首要位置，叠加 2022 年低基数效应，我们认为今年上游实体网购驱动或将迎来强势反弹。

图1： 2022 年实体网购零售额 11.96 万亿元



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图2： 2022 年累计实体网购渗透率 27.2%



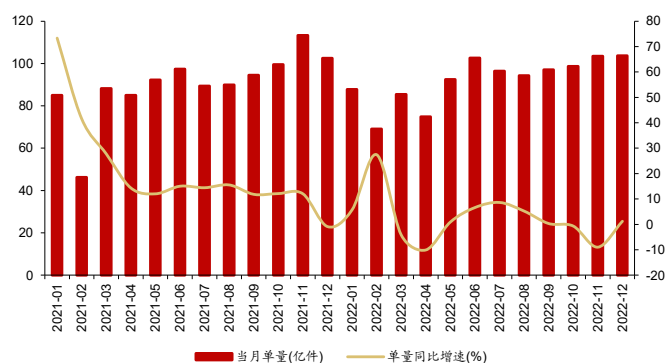
资料来源：Wind，浙商证券研究所

2 行业：12 月单量同比增长 1.2%，疫情多点频发行业全年增速放缓

2.1 单量：疫情影响行业 22 年增速放缓，看好防疫优化后中长期发展

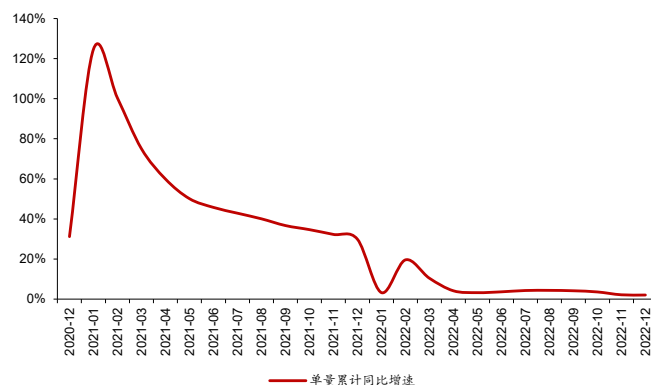
总体来看：2022 年 12 月，行业快递单量 103.66 亿件，同比增长 1.2%。全年行业快递单量 1105.8 亿件，同比增长 2.1%，行业增速有所放缓，主要系 2022 年 3 月份以来疫情所致（2022 年 1-2 月行业单量累计同比增长 19.6%，3-12 月同比下降 0.3%）。短期看，伴随防疫优化后短期阵痛度过，快递履约能力将加速修复。中长期看，政策大力驱动扩大内需，引导支持行业健康经营，叠加快递下沉（区域下沉及单位货值下沉）、快递出海稳步推进，我们认为行业快递单量未来有望继续维持相对高增长。

图3： 2022 年 12 月行业快递单量 103.66 亿件



资料来源：Wind，浙商证券研究所

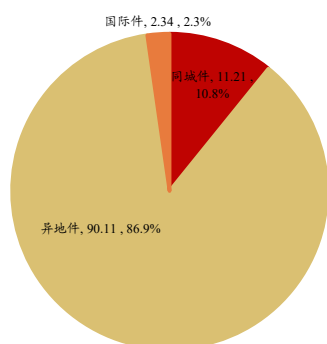
图4： 2022 年行业快递单量同比增加 2.1%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

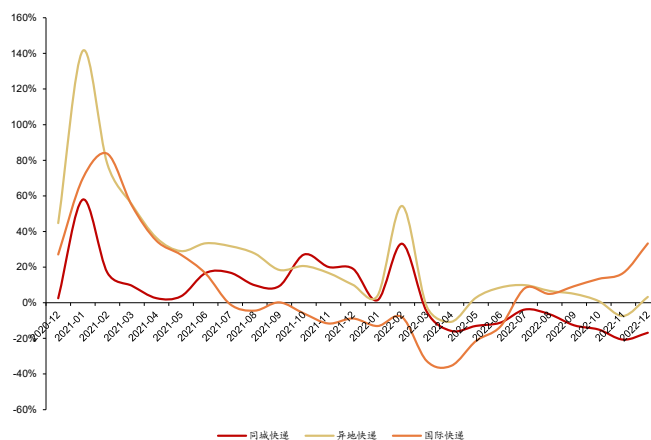
分类型来看：2022 年 12 月，同城、异地、国际快递单量分别 11.21 亿件、90.11 亿件、2.34 亿件，同比分别-16.8%、3.28%、33.34%。2022 年 1-12 月合计同城、异地、国际快递单量同比分别-9.3%、4.0%、-4.1%。

图5： 2022 年 12 月同城、异地、国际快递单量及占比



资料来源：Wind，浙商证券研究所

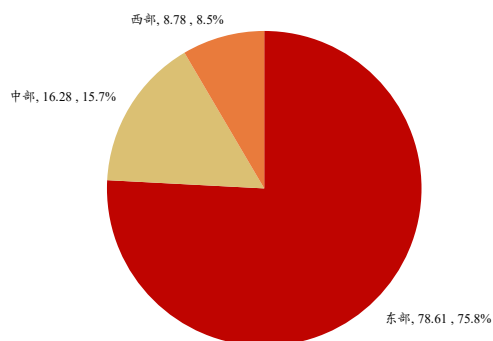
图6： 同城、异地、国际快递单量同比增速



资料来源：Wind，浙商证券研究所

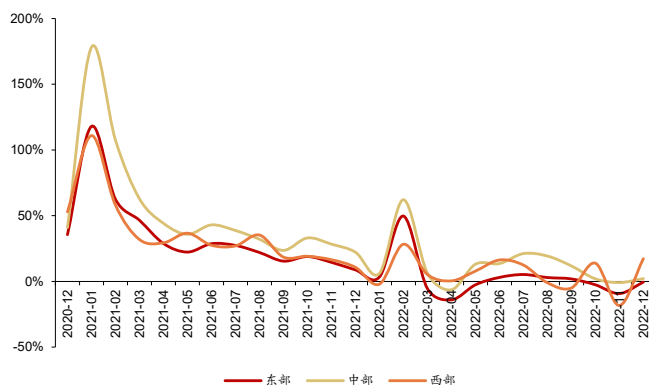
分区域来看：2022 年 12 月东部、中部、西部快递单量分别 78.61 亿件、16.28 亿件、8.78 亿件，同比分别-0.57%、2.08%、17.32%。2022 年 1-12 月合计东部、中部、西部快递单量同比分别 0.4%、9.8%、4.9%。

图7： 2022 年 12 月东部、中部、西部快递单量及占比



资料来源：Wind，浙商证券研究所

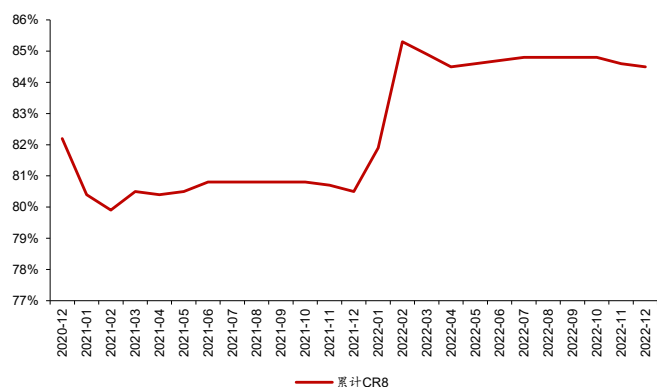
图8： 东部、中部、西部快递单量同比增速



资料来源：Wind，浙商证券研究所

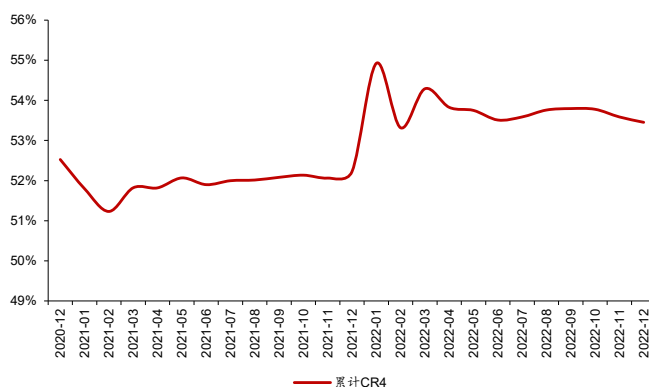
格局来看：以国家邮政局公布的快递服务品牌集中度指数 CR8 来看，2022 年 12 月累计 CR8 为 84.5%，环比下降 0.12%，较上年同期提升 4.0pts；若以顺丰、韵达、圆通、申通单量累计市占率来看，2022 年 12 月 A 股快递累计 CR4 为 53.5%，环比上月下降 0.1pts，较上年同期提升 1.3pts，单量呈现向龙头集中趋势。

图9： 2022 年 12 月快递累计 CR8 指数 84.5%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图10： 2022 年 12 月快递累计 CR4 指数 53.5%（自行测算）

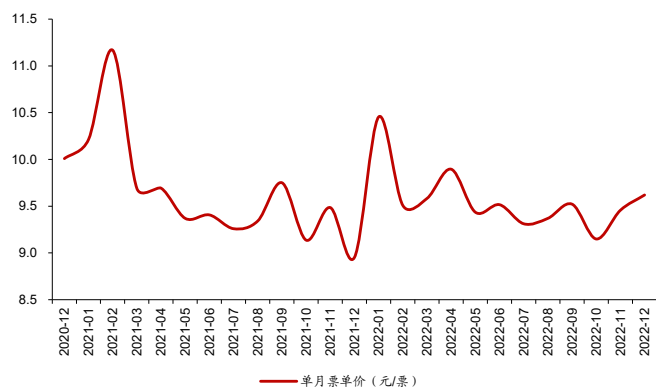


资料来源：Wind，浙商证券研究所

2.2 单价：12 月行业票单价 9.62 元，全年同比+0.02 元

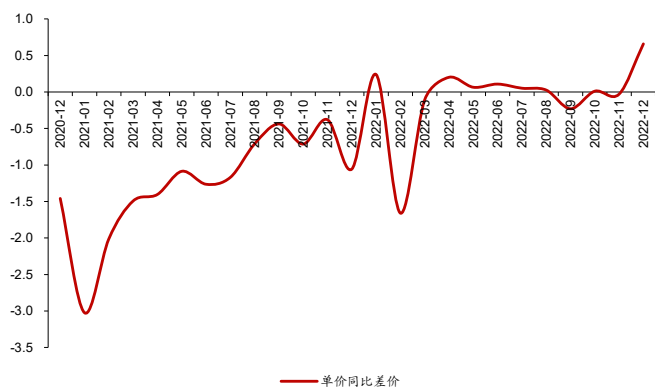
总体来看：2022 年 12 月单月行业票单价 9.62 元，同比提升 0.66 元。整体看，伴随行业监管推进，2022 年行业价格边际有所改善，全年单价同比+0.02 元。

图11: 2022年12月行业票单价9.62元



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

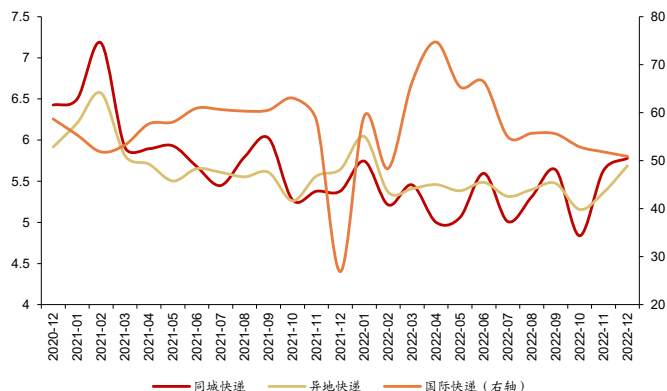
图12: 行业单月票单价同比差价情况



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

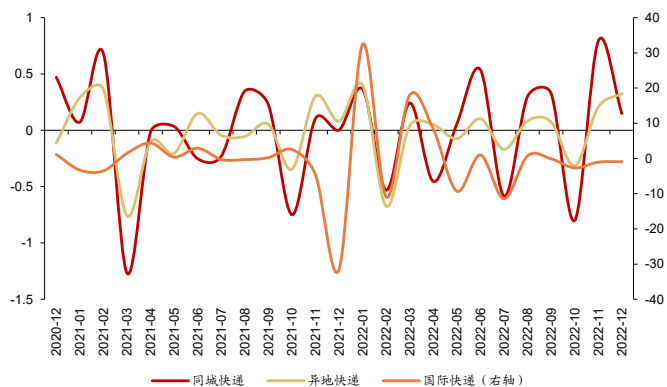
分类型来看: 2022年12月, 同城、异地、国际快递单月票单价分别 5.78 元、5.69 元、50.89 元, 环比分别+0.15 元、+0.33 元、-0.92 元。

图13: 同城、异地、国际快递单月票单价情况



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

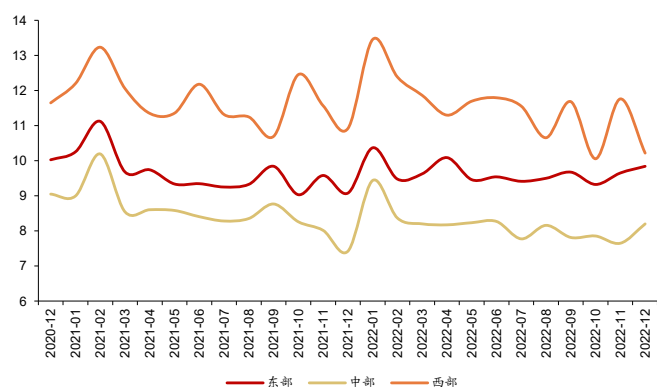
图14: 同城、异地、国际快递单月票单价环比差价情况



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

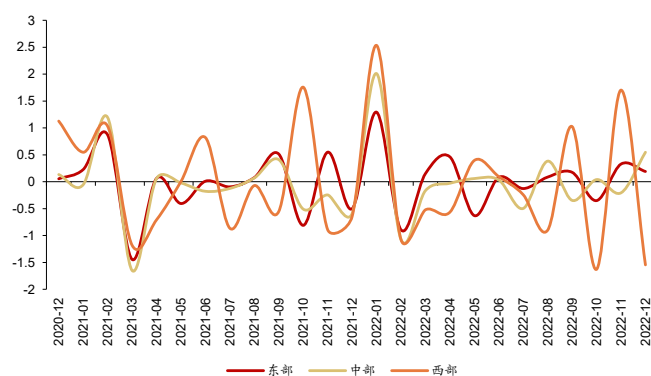
分区域来看: 2022年12月, 东部、中部、西部快递单月票单价分别 9.84 元、8.20 元、10.22 元, 环比分别+0.19 元、+0.55 元、-1.54 元。

图15： 东部、中部、西部快递单月票单价情况



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图16： 东部、中部、西部快递单月票单价环比差价情况



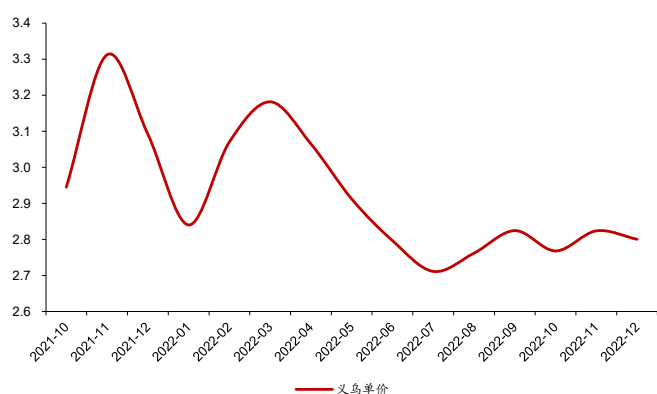
资料来源：Wind，浙商证券研究所

重点产粮区来看：

- 1) 义乌：2022 年 12 月快递票单价 2.80 元，环比-0.02 元，同比-0.29 元。
- 2) 广州：2022 年 12 月快递票单价 8.93 元，环比持平，同比+2.25 元。

快递价格修复已有明显成效。《浙江省快递业促进条例》自 2021 年 4 月草案发布以来，下半年义乌地区快递价格三季度开始持续修复，2022 年义乌地区单价基本保持平稳，全年票单价同比+0.02 元。同时，伴随遏制快递恶性竞争的立法规制上升至全国层面，除浙江省外其他主要产粮区（如广深、潮汕、闽南地区等）价格也稳步修复，广州 12 月快递票单价同比+2.25 元，深圳同比+0.77 元，泉州同比+0.32 元。

图17： 义乌票单价 2022 年 12 月同比-0.29 元



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图18： 广州票单价 2022 年 12 月同比+2.25 元



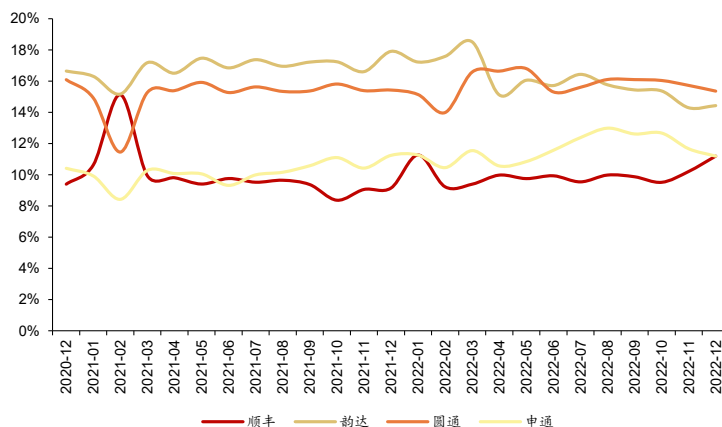
资料来源：Wind，浙商证券研究所

3 A 股标的：件量增速仍受压制，价格依然保持坚挺

3.1 单量：龙头单量增速仍受疫情压制

从 12 月份单量看，圆通>韵达>申通>顺丰。2022 年 12 月份，韵达单量 15.93 亿件；圆通单量 14.97 亿件；申通单量 11.61 亿件；顺丰单量 11.56 亿件。

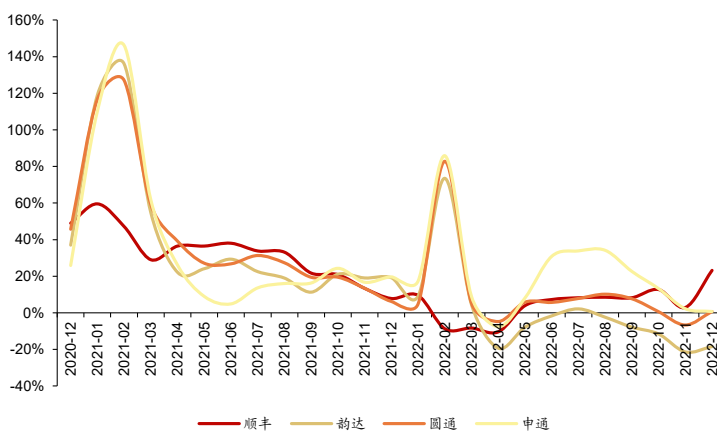
图 19: A 股快递标的单月单量市占率情况



资料来源：Wind，浙商证券研究所

从 1-12 月合计增速看，申通>圆通>顺丰>韵达。2022 年 12 月份，顺丰单量同比+23.2%，圆通单量同比+0.7%，申通单量同比+0.7%，韵达单量同比-18.5%，韵达同比下降我们分析主要为短期疫情爆发压制叠加去年同期高基数所致。2022 年 1-12 月合计，申通单量同比+16.9%，圆通单量同比+5.7%，顺丰单量同比+5.1%，韵达单量同比-4.3%。

图 20: A 股快递标的单月单量同比增速情况

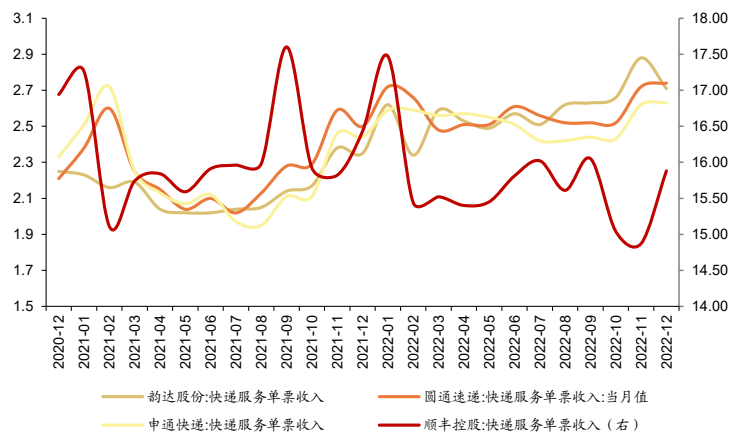


资料来源：Wind，浙商证券研究所

3.2 单价：龙头价格依然保持坚挺

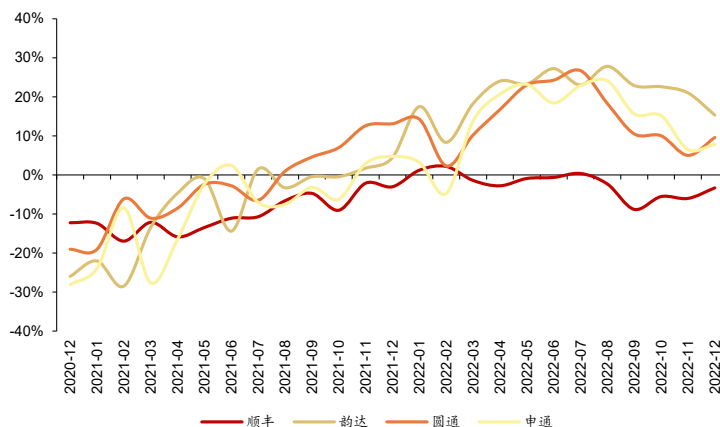
12 月份票单价同比增量，韵达>圆通>申通>顺丰。韵达 12 月单价 2.71 元，环比-0.17 元，同比+0.36 元，环比下降主要为 11 月高基数所致；圆通 12 月单价 2.74 元，环比+0.02 元，同比+0.24 元；申通 12 月单价 2.63 元，环比+0.01 元，同比+0.19 元；顺丰 12 月单价 15.88 元，环比+1.01 元，同比-0.55 元，我们分析同比下降主要为单价较低的退换货包裹占比提升及丰网占比提升所致。

图21: A 股快递标的单月票单价情况（单位：元）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图22: A 股快递标的单月票单价同比增速情况



资料来源：Wind，浙商证券研究所

4 投资策略：赛道格局逐步清晰，看好龙头发展

政策监管是本次快递景气修复开启的源头驱动，趋势逐步增强。继 2021 年 9 月《浙江省快递业促进条例》立法后，2022 年 1 月 7 日，国家邮政局就《快递市场管理办法（修订草案）》开始公开征求意见。从《办法》修订内容来看，我们把重点增量解读为一核心、两维度、三重点：“一核心”在于推动快递业全国性高质量发展；“两维度”在于竞争秩序与服务品质；“三重点”在于禁止低于成本线的价格竞争、整治串通操纵价格及虚构快递信息现象、保障快递从业人员合法权益。监管立法提升至全国层面，将多方位保障盈利回归良性，行业价值修复有望超预期。2022 年 9 月，为推动行业高质量发展，国家邮政局进一步发布《关于支持浙江邮政快递业高质量发展 助力建设共同富裕示范区的实施意见》，提出在浙江创建邮政快递高质量发展先行区、协调发展引领区、改革创新试验区和美好用邮服务展示区。

快递价值修复分三层次两阶段，即将进入盈利修复的本质层次。对于恶性价格战后的价值修复，我们认为要区分三个层次：1）政策管控、2）价格回归、3）盈利修复。去年二三季度随着政策的出台，行业价格逐步呈现回归良性态势，在政策及价格修复之后，已经进入价值修复的最本质层次即盈利修复层次。

2023 年以来履约能力加速修复，单量增速持续回升，1 月 1 日-19 日揽收及投递平均包裹量 3.27 亿件，虽有春节错期影响仍较 2022 年 1 月日均规上业务量增长 15.5%。我们分析原生网购需求有韧性，此前快递履约主要受防疫影响，因此防疫放开度过短期感染高峰、人员短缺的阵痛后，未来快递件量增速有望迎来加速修复。中长期看，直播电商崛起支撑网购原生增速且单包裹货值进一步下行，后期行业包裹增速或仍然向好，叠加产粮区价格洼地进一步修复，有望带来景气提升。依然看好快递 2023 年业绩弹性，通达系方面看好价值超跌的韵达股份，关注数字化建设彰显成效的圆通速递以及行业份额龙头中通快递；直营制看好综合布局、中长期壁垒深厚的顺丰控股。

表1： 2021 年以来快递行业相关监管政策梳理

时间	事件
2021.3	义乌邮政管理局发布《关于维护行业平稳有序 推进行业高质量发展的实施意见》，要求维护市场秩序、科学制定增速标准,以及保护合法权益、不得随意降低派费标准
2021.4	习近平总书记广西考察提出要完善多渠道灵活就业的社会保障制度，维护好卡车司机、快递小哥、外卖配送员等的合法权益
2021.4	马军胜局长在上海强调切实保障快递小哥合法权益，稳定末端网点有序运行
2021.4	浙江义乌邮政管理局开始整治百世快递及极兔速递的“低价倾销行为”，主要措施为停运部分分拨中心
2021.4	浙江省政府审议通过《浙江省快递业促进条例（草案）》，规定快递经营者不得以低于成本的价格提供快递服务；电子商务平台经营者不得利用技术等手段阻断快递经营者正常服务；平台型快递经营者不得禁止或者附加不合理条件限制其他快递经营者进入
2021.6	湖南省邮政管理局就进一步规范快递市场秩序、整顿无序低价竞争等问题进行了部署
2021.6	马军胜局长就规范快递市场秩序、保障小哥合法权益问题与义乌一线从业者深入座谈，再次强调切实保障快递小哥合法权益
2021.6	宁波市邮管局约谈快递企业，要求被约谈企业下达的指标数不得高于 30%增速，各品牌要统一派费标准，义乌、广东件的派费不得低于 1 元并不得低于 2 年前的派费标准
2021.7	七部门联合印发《关于做好快递员群体合法权益保障工作的意见》，提出要制定《快递末端派费核算指引》和《快递员劳动定额标准》，建立行业工资集体协商机制，引导电商平台和快递企业加强协同，进一步明确企业总部管理责任
2021.7	江苏省邮政管理局召开快递市场秩序整治暨快递服务质量提升联席会，提出要稳定思想，规范市场秩序、抵制低价竞争

2021.7	市场监管总局发布《价格违法行为行政处罚规定（修订征求意见稿）》，界定低价倾销行为及相应的处罚标准
2021.7	八部门联合印发《关于维护新就业形态劳动者劳动保障权益的指导意见》，以出行、外卖、即时配送、同城货运等行业平台企业为重点，指出各地要放开灵活就业人员在就业地参加基本养老、医保的户籍限制
2021.9	《浙江省快递业促进条例》经浙江省第13届人民代表大会常务委员会第31次会议通过，自2022年3月1日起施行
2021.12	马军胜局长主持召开快递企业电话座谈会，强调要坚持稳中求进总基调，更加注重发展质效、更加注重结构优化、更加注重补短板强弱项，推动邮政快递业高质量发展
2022.1	国家邮政局就《快递市场管理办法（修订草案）》开始公开征求意见，以促进快递业高质量发展为主线，坚持问题导向，从而适应快递市场监督管理工作实际，更加有效规范市场主体经营行为，促进快递业持续健康发展
2022.2	浙江局党组书记、局长魏遵红带队赴义乌，提出要进一步加强对重点区域的快递市场监督管理，持续抓好突出问题治理，维护好公平竞争市场秩序
2022.3	国家邮政局在浙江义乌召开寄递企业座谈会，听取了义乌邮政管理局关于市场秩序整治工作情况汇报以及有关寄递企业的意见建议，局党组成员、副局长陈凯指出，维护好义乌快递市场的公平竞争环境，对于进一步促进行业高质量发展、维护从业人员合法权益、提升治理效能具有重要意义
2022.4	中共中央国务院印发《关于加快建设全国统一大市场的意见》，依法查处不正当竞争行为。对市场主体、消费者反映强烈的重点行业和领域，加强全链条竞争监管执法，以公正监管保障公平竞争
2022.7	江苏省邮政管理局印发《2022年全省快递市场秩序整顿专项行动工作方案》，着力整治快递“黄牛”、利用快递服务“刷单”、低价无序竞争、快递末端服务不规范等突出问题。
2022.9	国家邮政局发布《关于支持浙江邮政快递业高质量发展 助力建设共同富裕示范区的实施意见》，提出在浙江创建邮政快递高质量发展先行区、协调发展引领区、改革创新试验区和美好用邮服务展示区4个方面16项重点任务

资料来源：中国政府网，国家邮政局，义乌邮政管理局，江苏省邮政管理局，浙商证券研究所

表2：2022年12月各快递企业及行业数据简析

12月	行业	韵达股份	圆通速递	申通快递	顺丰控股
单量(亿件)	103.66	14.97	15.93	11.61	11.56
同比	1.2%	-18.5%	0.7%	0.7%	23.2%
市占率	-	14.4%	15.4%	11.2%	11.2%
票单价(元)	9.62	2.71	2.74	2.63	15.88
同比增减(元)	0.66	0.36	0.24	0.19	-0.55
环比增减(元)	0.16	-0.17	0.02	0.01	1.01

资料来源：公司公告，国家邮政局，浙商证券研究所

备注：自2021年10月起，顺丰快递业务不再包含国际业务板块

表3：我国主要快递上市公司估值情况（2023/1/20）

证券代码	证券简称	评级	市值	归母净利润(亿元)			PE		PB
			2023/1/20	22E	23E	TTM	22E	23E	LF
002120.SZ	韵达股份	买入	389	17.29	35.96	26.60	22.48	10.81	2.36
600233.SH	圆通速递	买入	734	39.20	43.79	18.73	18.73	16.76	2.87
002352.SZ	顺丰控股	增持	2955	70.14	90.21	42.56	42.13	32.76	3.48
2057.HK	中通快递	-	1593	63.83	77.88	26.00	24.96	20.46	3.25
002468.SZ	申通快递	-	153	4.29	9.43	-	35.79	16.27	1.90

资料来源：Wind，浙商证券研究所

备注：市值金额单位为亿元人民币；韵达股份、顺丰控股、圆通速递采用浙商交运盈利预测，其余为万得一致预期；圆通速递2022年归母净利润为业绩快报值

5 风险提示

政策管控松动；快递价格战恶化；实体网购增长回落。

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>